

TÓTH Krisztina

KETTŐRŐL AZ EGYRE: ÖSSZEOLVADÁSOK ÉS SZINERGIA*

A tanulmány célja, hogy bemutassa, mi áll az összeolvadásokról szóló döntés hátterében, azaz mi motiválja a fúziókat. Ezenkívül a fúziós folyamat utolsó, leghosszabb és legkritikusabb fázisát megvizsgálva annak jár utána, hogy a kitűzött célok hogyan valósulnak meg, hogyan lehet sikeres a fúzió, illetve mi a gyakori kudarcok oka.

Hogyan juthatunk egyről a kettőre? – hangzik e jellegzetes kérdésfeltevés, különösen olyan szituációkban, amikor a megoldás nem teljesen kézenfekvő, vagy valamilyen akadályba ütközünk a feladat végrehajtása során. A kérdést megfordítva már nehezebben értelmezhetjük, hiszen ki akarna visszafelé haladni, ha már egyszer előbbre lépett. Előfordulhat azonban, hogy a kettőről az egyre lépés jelenti a nagy ugrást előre. Ezt remélik például a vállalatfelvásárlásoktól és összeolvadásoktól is (a továbbiakban az egyszerűség kedvéért: összeolvadások, illetve fúziók).

Az 1960-as és az 1980-as évek fúziós hullámaint követően napjainkban újfent nagy aktivitás mutatkozik ezen a területen, hiszen nemcsak az összeolvadások száma, de az általuk érintett vagyon tömege, s az így létrejött cégek mérete is növekedett. Magyarországot a korábbi fúziós hullámok nem érték, nem érhették el az állami szektor dominanciája közepette. Az állami trösztök feldarabolása, a törvényi szabályozás és a privatizáció jelentették a vállalatfelvásárlások megjelenéséhez szükséges minimumfeltételeket. További ösztönző tényezőként szolgált, hogy a tőkeerős multinacionális cégek

intenzíven megjelentek a magyar gazdaságban, felvásárlások révén szerevezve piacot és gyártókapacitásokat. Újabban az a világtendencia is érezteti hatását Magyarországon, hogy külföldi nagyvállalatok versenyképességük növelése érdekében más cégeket felvásárolnak, olykor fuzionálnak. Ez gyakran érinti leányvállalataikat is, azaz a vállalati központból kiindulva a hatások tovaggyűrűznek más – esetleges magyarországi – érdekeltségeik felé. A Magyarországon megjelenő multinacionális cégek gyakran jellemző a felvásárlási tevékenység; az azonban még nem gyakori, hogy magyar nagyvállalatok kezdenének fúziókba. Az átmenet időszakában inkább bonyolult kereszttulajdonlasi rendszer alakult ki a döntő részesedés megszerzése és a beolvasztás helyett (Grabher és Stark, 1996). Egy nemrégiben közzétett Coopers & Lybrand felmérés szerint (Figyelő, 1998. március 26.) a magyarországi fúziós tevékenység megélénkülésének és fellendülésének csak a legutóbbi években lehetünk tanúi. A tranzakciók száma 50%-kal nőtt egy év alatt, s e tendencia tartósnak mutatkozik.

A cikk első részében a vállalatfelvásárlásokról és azok motiválóirol írok. Itt tekintem át a szinergia szakirodalmi értelmezéseit és típusait, hangsúlyozva, hogy a szinergiát egyszerre lehet kiváltó oknak és a folyamat eredményének tekinteni. A vállalatfelvásárlások tényleges megvalósítását gondos elemző munka előzi meg, azt eldöntendő, hogy ki legyen a „kiválasztott”. Az

* A szerző ezúton kíván köszönetet mondani Antal-Mokos Zoltánnak a cikk elkészítése során nyújtott segítségéért és kritikai észrevételeiért.

analízis során arra keresnek választ, hogy mitől fog a két cég együtt többet érni, mint a külön-külön való működtetésből származó haszon összessége. Más szóval, a vállalatfelvásárlások fő kérdése az, hogy van-e lehetőség szinergiahatások kiaknázására. Az értékelés során problémát jelenthet azonban, hogy egyes hatásokat nehéz számszerűsíteni, sok tényező felbukkanását pedig nem lehet előre megjósolni.

A cikk második részében – eredmény oldalról nézve – a fúziók folyamatát fogom bemutatni, kiemelve a legutolsó, integrációs fázist, ami kulcsfontosságú a fúzió sikeressége szempontjából. Ebben a szakaszban történik az előzetes tervek végrehajtása, a szinergiahatások kiaknázása – már ha sikerül. Tény, hogy a vállalatfelvásárlásoknak csak igen kis százaléka éri meg az ötödik születésnapját, sok összeolvadás még jóval hamarabb felbomlik, illetve kudarcot vall abban az értelemben, hogy nem sikerül a kitűzött célokat megvalósítani (Clark, 1991). Az okokat keresve sokszor kiderül, hogy a pénzügyi szempontokból ígéretes tranzakció „nyélbe ütése” még nem jelent automatikusan győzelmet. Az ígéret valóra váltásához számos szervezeti tényezőt is figyelembe kell venni. Meghatározó szerepe van a kultúrának és a hatalmi viszonyoknak, ami különösen összeolvadás esetén kritikus szempont. A téma illusztrálására valós vállalati esetből vett példákat mutatok be a szinergiákat segítő és akadályozó tényezőkre, az elméleti megfontolások mellett gyakorlati oldalról is betekintést nyújtva a vállalatfelvásárlások és -összeolvadások sikerességét meghatározó folyamatokba.

Fogalmi kérdések

A vállalatfelvásárlásokat és -összeolvadásokat általánosan három típusba sorolhatjuk (Weston–Chung–Hoag, 1990):

- (1) *Horizontális* fúzió: két olyan cég egyesül, amelyek versenytársai egymásnak, megegyező tevékenységet folytatnak, azonos iparágban működnek; például két bank (szolgáltató szféra), vagy két sörgyár (termelő szféra) egyesül.
- (2) *Vertikális* fúzió: két különböző iparágban működő cég egyesülése úgy, hogy a két cég között vevő-szállító kapcsolat van vagy lehetne. Előre irányuló vertikális integrációnak nevezzük azt az esetet, amikor a felvásárló cég a termelési vertikumban őt követővel (azaz vevőjével) fuzionál, például egy textilgyár és egy ruhagyártó cég. Hátrafelé irányuló vertikális integrációról beszélünk abban az esetben, amikor a

felvásárló cég szállítójával fuzionál, például a textilgyár és a fonalgyártó cég egyesül.

- (3) *Konglomerát* típusú fúzió: két vagy több teljesen különböző területen tevékenykedő vállalat megvásárlása. Az első két típus ún. *kapcsolódó* módon diverzifikált vállalatokat hoz létre, míg a konglomerátumok *nem kapcsolódó* diverzifikáció révén alakulnak ki. E két csoport elkülönítése azért lényeges, mert a szinergiahatások empirikus vizsgálatai ezen a klasszifikáción alapszanak (Seth, 1990; Barney, 1988).

Elméleti iskolák

A vállalatfelvásárlásokról és -összeolvadásokról alkotott nézeteket Jemison és Haspeslagh (1991) nyomán négy csoportba soroljuk:

1. Tőkepiaci iskola,
2. Stratégiai iskola,
3. Szervezeti magatartás iskola,
4. Folyamat-megközelítés, amely a stratégiai és a szervezeti magatartás iskola eredményeinek ötvözésére épül.

Az első csoportba azon megközelítések tartoznak, amelyek erősen *pénzügyi* szempontok szerint, a tulajdonosi-résztvényesi érdekeket előtérbe helyezve írnak a fúziókról. Ezen publikációk központi témája, hogyan lehet nyereséget kovácsolni fúzió révén, hogyan válasszunk ki „jó” fúziós partnert, illetve kinek és mennyi értéket hoz a felvásárlás. Alapfeltevésük szerint a fúziókat finanszírozási döntésnek, tőkebefektetésnek kell tekinteni, amely akkor valósítandó meg, ha az egyesült cég jelenértéke nagyobb lesz, mint a két külön cégé összegezve (Brealey és Myers, 1998).

A pénzügyi iskola ellenpontját azon csoport alkotja, akik az *emberi tényezőt* helyezik előtérbe. Vizsgálódásaik fókuszában a szervezeti magatartás, a szervezeti kultúra, a vezetés, a két cég munkatársainak viszonya áll. A szervezeti magatartás iskola fő kérdése, hogy milyen hatást gyakorolnak a felvásárlások az egyénekre és szervezetekre, és hogyan teremthető meg a szervezeti, vagy kulturális összhang. Meggyőződésük ugyanis, hogy a pénzügyi megfelelés nem elegendő a fúzió sikerességéhez, mert az össze nem illő vállalati kultúrák megakadályozhatják a fúziótól várt előnyök realizálását. A tőkepiaci iskola említést tesz az emberi erőforrás szerepéről a fúzió utáni folyamatban, és a másik oldal is elismeri a gazdasági megfontolások szerepét, ellentétük az elsődleges megítélési szempontoknak tulajdonított fontosság eltéréséből fakad.

A stratégiai szemléletű iskola a pénzügyi és az emberi oldalt figyelembe vevő irányzatok között értelmezhető. Kiindulópontja a stratégiaalkotás folyamata, ahol a vállalatfelvásárlás vagy -összeolvadás például a növekedési stratégia megvalósításának eszköze. Míg a pénzügyi közgazdaságtan fókuszában a felvásárlásoknak a gazdaságra gyakorolt hatékonysági hatása áll, addig a stratégiai iskola a felvásárlásoknak az adott cégekre gyakorolt hatását vizsgálja (Jemison és Haspeslagh, 1991).

A stratégiai iskola egyik fő kérdése az, hogy milyen a felvásárolt vállalat kapcsolódásának mértéke, azaz milyen szoros az összefonódás a két cég tevékenysége között, mivel szerintük ez befolyásolja a *teljesítményt*. Az értékteremtés a várható cash-flow növekedéséből – és nem a pénzügyi diverzifikáció kockázatsökkentő hatásából – származik, mind a kapcsolódó, mind a nem kapcsolódó felvásárlások esetében. Ez a szinergiahatások révén elért hatékonyságnövekedésre vezethető vissza, a végeredményben a részvényeseknél csapódik le árfolyamnyereség formájában. Seth (1990) vizsgálata alapján arra a következtetésre jutott, hogy kapcsolódó diverzifikációnál leginkább a *működési szinergiák* jelentkeznek, míg nem kapcsolódó diverzifikáció esetén az *adómegettakarítási lehetőségek* jelentik az új érték forrását.

A stratégiai iskola és eddig tárgyalt két elméleti társa, a tőkepiaci és szervezeti magatartás iskola közül a stratégiai megközelítés szemléli legátfogóbban a fúziók világát, viszont teljesítményszempontú irányzatának gyengeségeként említhető meg, hogy a szinergiákat a kapcsolódásból biztosan következőnek tekinti, miközben figyelmen kívül hagyja az értékteremtés olyan gyakorlati akadályait, mint például a személyek, szervezetek és kultúrák közötti súrlódásokat (Jemison és Haspeslagh, 1991). Ezenkívül, ha a vezetők hajlamosak alábecsülni a szinergiák kiaknázásának költségeit, akkor növelik a célvállalat vonzerejét az értékelés során, ami újabb csapdát rejt magában. Barney (1988) rámutat arra, hogy azt a hipotézist, miszerint a stratégiaileg kapcsolódó felvásárlások növelik a felvásárló vállalat értékét, az empirikus vizsgálatok nem támasztották alá egyértelműen.

A stratégiai iskola másik irányvonala a *felvásárlás tervezésével* foglalkozik, célja a stratégiai elemzések fejlesztése. Itt a fő kérdés az, hogyan keressünk és értékeljünk célvállalatot a stratégiai összhang érdekében. Ebből a szemszögből vizsgálva az egyik kulcskihívásnak azt tekintik, hogy a stratégiák konzisztensek legyenek, ami azt jelenti, hogy a két cég stratégiai irányvonala

összeegyeztethető, nem állnak éles ellentmondásban egymással (Jemison és Haspeslagh, 1991). Ez azért jelentős kérdés, mert egy vállalatfelvásárlás, illetve fúzió megerősítheti, de meg is változtathatja a vállalat stratégiai irányvonalát. A tisztán pénzügyi alapokon történő értékelés nem kielégítő, a stratégiai megfontolásoknak fontos szerepük van a döntésben. A fúziót követően az új stratégiai feladatot közösen kell megoldani, melynek alapfeltétele, hogy elnyerjük az emberek elköteleződését, létrehozuk a közös víziót, ezért a megvalósítás során figyelmet kell fordítani az emberekkel, a szervezeti kultúrákkal összefüggő tényezőkre is. Másképpen fogalmazva a stratégiai összhang mellett a másik sikertényező a szervezeti összhang megteremtése a fúzió során (Chakrabarti, 1994).

Tervezői szemmel azt kell megvizsgálni, hogy felvásárlás esetén a célvállalatnak milyen jellemzői vannak. A racionális értékeléshez azonban teljes körű információszerezésre van szükség, ami ismereteink korlátozott volta miatt megvalósíthatatlan, ezért sok esetben feltételezésekkel kell élni a másik fél erőforrásairól, működéséről, teljesítőképességéről. Csak ezután lehet elvégezni a prioritások alapján történő rangsorolást, és meghozni az elvárásokat várhatóan legjobban kielégítő döntést. A tapasztalatok azonban azt mutatják, hogy az elemzések gyakran csak pénzügyi és termékkel kapcsolatos adatokon nyugszanak, holott ily módon van a legnagyobb esélye kudarcnak (Needham, 1994). A számszerű adatok objektivitása mellett tehát el kell ismerni a nem vagy csak nehezen számszerűsíthető hatások létét, és belefoglalni azokat a tervezési folyamatba.

A stratégiai megfelelőséget (túl-)hangsúlyozó felfogás sem állta meg helyét az empirikus kutatások során, mivel kimutatták, hogy nincsen jelentős kapcsolat a stratégiai összhang és a vállalat felvásárlás utáni teljesítménye – mint motiváló ok és szinergiahatás – között.

A stratégiai és a szervezeti magatartás megközelítés integrációja alkotja a *folyamatszempontú* irányzat elemeit, ami megoldást jelenthet a stratégiai iskola egyes hiányosságaira. Ez az irányzat azt ismeri fel, hogy a stratégiai és szervezeti összhang mellett a felvásárlás folyamata – a felvásárlásról szóló döntés és a felvásárlást követő integrációs szakasz történései – is befolyásolja az eredményt, a tervezett vagy potenciális szinergiák realizálását.

A folyamat-megközelítés segítségével válik lehetővé olyan, eddig nehezen vizsgálható jelenségek megragadása, mint a képesség- és tudástranszfer, ami a fúziós folyamat integrációs fázisának meghatározó célja és ered-

ménye. Mindemellett az integráció folyamatára azért kell különös figyelmet fordítani, mert az itt felmerülő problémák kezelési módja nagyban befolyásolja a fúzió sikerességét. Az integráció után komplexen jelentkeznek stratégiai, szervezeti működési és emberi erőforrás menedzsment feladatok, melyek megoldásához szükség van a felső vezetés aktivitására, koordinációs tevékenységére (Feldman és Spratt, 1996).

Habár a vállalat-felvásárlásokkal és -összeolvadásokkal foglalkozó elméleti iskolák más-más kérdést helyeznek érdeklődésük középpontjába, eltérő módszertannal és célkitűzéssel dolgoznak, mégsem célszerű közöttük éles határvonalat húzni. Az iskolák termékenyítőleg hatnak egymásra mind a szemléletmódot, mind a módszertant tekintve, amint ezt a folyamatszempontú megközelítés megjelenése is mutatja.

A főbb fogalmak és elméleti iskolák áttekintése után a vállalatfelvásárlások és -összeolvadások alkalmával felmerülő legfontosabb kérdéskört, az értékteremtést két oldalról elemzem, mivel a szinergiákat kiváltó oknak és eredménynek is tekinthetjük.

A szinergia mint kiváltó ok

A szakirodalomban a szinergia definíciója már letisztult, viszont különböző fajtáinak tipizálása még nem egységes.

A *szinergia* szó görög eredetű, együttműködést jelent (Bakos, 1994). Szinergiahatáson a közös működésből származó előnyöket értjük, „amelyek az erőforrások egyesítése (centralizációja) folytán jobb összvállalati eredményhez vezetnek, mint az ugyanazon erőforrások decentralizált felhasználásából származó egyéni eredmények összessége” (Dobák, 1996, 63. old.). Ez a definíció felhasználható mind két szervezet összeolvadása, mind a vállalaton belüli átszervezések következtében történő szervezetiegyesítés-összevonások esetében. Lényeges eleme, hogy olyan lehetőségek kihasználását jelenti, amelyek a külön-külön való funkcionálás révén nem valósíthatók meg, csak a közös működésből eredően, vagyis a részek *együttműködésének* következtében lesz magasabb a végeredmény a részek elkülönült működéséből származó haszon összegénél. Ez az együttműködés több területre is kiterjed, például közös kutatás-fejlesztés, a termelés racionalizálása, vezetési módszerek megosztása, az egységes elvek szerinti működés kidolgozása. A vállalatfelvásárlások és -összeolvadások esetében ezeket a lehetőségeket próbálják meg értékelni, előre jelezni és valamilyen módon számszerűsíteni. Azonban mind az előrejelzés, mind a számszerűsítés akadályokba

ütközhet. Egyrészt, nem tudhatjuk az összes előnyt előre jelezni, elmaradhatnak várt eredmények és előállhatnak nem várt előnyök is. Másrészt, sok előny nem számszerűsíthető, például az átvett új vezetési módszerek révén elért hatékonyságnövekedés, vagy egy számszerűsíthető tényező becslésébe hiba csúszik.

A fúziótól várt előnyök (szinergiahatások) a következők (Antal-Mokos, Balaton, Tari, Drótos, 1996; Brealey és Myers, 1998):

⇒ *Méretgazdaságosság, kombinációs haszon.* Ezen a termelési egységköltség csökkenését értjük, valamint a kapacitások jobb kihasználásából származó költség-megtakarításokat.

⇒ *Erőforrások megosztása.* Racionalizálás az átfedések megszüntetése és az eszközök közös használata, a complementer erőforrások révén. A folyamatok átszervezése, egyszerűsítése az adminisztrációs költségek csökkenéséhez vezet, melyet kiegészíthet a foglalkoztatottak létszámának csökkenése révén elért költség-megtakarítás.

⇒ *Adómeztakarítási lehetőségek.* Összehasonlíthatjuk az eredménykimutatásokat és egyéb számviteli beszámolókat. Adómeztakarítási lehetőség kihasználásra akkor van mód, ha például az egyik cég veszteséget mutat ki, amivel az összevont cég adóalapja csökkenthető.

⇒ *Működési, fejlesztési know-how átvétele, illetve megosztása.* Ezt nevezhetjük technológia transzfernek is, ami az egymástól való tanulás egyik formája. A tudásátadás szükséges feltétele, hogy az átadó képes legyen az ismeret átadására, valamint, hogy az átvevő fél képes legyen az átadott tudást elsajátítani, felhasználni. Fontos kérdés az új módszer átvétele miatti változással kapcsolatos ellenállás kezelése, a megvalósulás gördülékenységének biztosítása érdekében. A tudásmegosztás révén keletkező haszon mérése a régi módszerrel, termékkel (annak jellemzőivel, termelési és eladási adataival) való összehasonlítás révén válik lehetővé.

⇒ *Vezetési módszerek átvétele.* Az új vezetési módszerek, illetve tehetséges vezetők megszerzése révén megvalósuló változások elsősorban a szervezeti kultúrában, vezetési stílusban, a munkacsoportok hatékonyságában és a munkatársak elkötelezettségében, motiváltságában nyilvánulnak meg, fontos hatást gyakorolva a szervezet teljesítményére, eredményességére.

⇒ *Új piacok szerzése, versenypozíció javítása:* A megnövekedett vállalati méret, a több piacra kiterjedő befolyás növeli a cég piaci hatalmát, vezetőinek presztízsét, valamint hozzájárul a versenytársakkal való sikerebb rivalizáláshoz. Az új piacok megszerzéséből, a

versenyhelyzet javításából fakadó előnyök mérése leg-egyszerűbben a piaci részesedés nagyságának változásán keresztül ragadható meg. A százalékos adatokon kívül azonban vizsgálnunk kell a minőségi tényezőket is, melyeket közvetlenül a fogyasztók megkérdezése útján deríthetünk fel.

A felsorolás elemei közül a méretgazdaságosság kevésbé szorosan kapcsolódik a vállalat-felvásárlásokhoz, mert a termelés volumenének bármilyen más módon való növelése is ugyanezzel a hatással jár. A méretgazdaságosság jellegéből fakadóan elsősorban horizontális fúziók során aknázható ki, s a költségadatokkal részletesen kimutatható. Sokkal érdekesebb kérdés azonban a láthatatlan, konkrétan meg nem fogható szinergiahatások kiaknázása. Ilyen például a *képesség- és tudás-transzfer* a két cég munkatársai között (a know-how, illetve a vezetési módszerek, valamint piaci és speciális szakmai ismeretek átvétele során), ami szintén hatékonyságnövelő tényező.

A meghatározás szerint akkor beszélünk szinergiáról, ha két, eddig különálló szervezet vagy szervezeti egység közös működése révén több eredmény keletkezik, mint a külön-külön való működésből származó haszon összessége. A definícióból kiindulva a szinergia mérése annak számszerűsítését jelenti, hogy milyen eredményes az egyes részek önálló működése, és mennyi haszon származik az együttes működésből. Ha számszerűsíteni akarjuk a hatásokat, akkor a szinergiát nem mint kiváltó tényezőt, hanem mint eredményt kezeljük, hiszen csak a megvalósulás után tudjuk a hatásokat ténylegesen lemérni. A kiváltó okként való vizsgálat során a várható szinergiahatások meghatározása lényeges, de erre csak ex ante becsléseket tehetünk. A vállalat-felvásárlások és vállalat-összeolvadások esetében a következő módon írható fel matematikai formában a fúzió haszna (Brealey és Myers, 1998):

$$\text{Haszon} = \text{PV}(\text{AB}) - \{\text{PV}(\text{A}) + \text{PV}(\text{B})\},$$

azaz a fúzióból származó haszon egyenlő az egyesült vállalat jelenértéke és a két külön cég jelenértékeinek összege közötti különbséggel. A jelenérték-számítás segítségével tehát pénzügyi alapon értékelni tudjuk a fúziók hasznát. De mi a helyzet akkor, amikor pénzben nehezen kifejezhető szinergiahatásokra is számítunk? A pénzügyi modell válasza erre a kérdésre az, hogy a cég jelenértéke magában foglalja ezen tényezők értékelését is.

Szinergia a szervezetelméletek tükrében

A szervezetelméletek nem foglalkoznak a szinergiákkal explicit módon, de alapfogalmaik és tipikus kérdésfel-

tevéseik segítségével értelmezhetjük a szinergiát. Az elemzéshez négy szervezetelméleti iskolát mutatok be, az elméletek eszköztárának felhasználásával azt vizsgálva, hogy *miért vannak vállalatfelvásárlások és -összeolvadások*, azaz mi motiválja a fúziókat. Ez a kérdés némileg hasonlít Coase kérdéséhez: „...miért vannak szervezetek?” („...why is there any organisation?”), ami a szervezetek intézményi közgazdaságtani elméleteinek kiinduló kérdése (Coase, 1937, idézi: Kieser, 1995).

A *tranzakciós költség elmélet* azt vizsgálja, hogy miért az adott intézményi keretek között bonyolítanak le tranzakciókat a szervezetek. Feltevése szerint ezt az határozza meg, hogy milyen költségekkel jár a kérdéses intézményi megoldás. A piac és a hierarchia végletei között értelmezhető változatok közül az a megoldás jön létre, amelyik a legkisebb tranzakciós költséggel jár (Williamson, 1985). Williamson szerint ha az jár kevesebb költséggel, hogy sok különálló szervezet működjön, akkor piac fog kialakulni; ha az egy szervezetbe való integrálás hatékonyabb, akkor hierarchiák jelennek meg. Ebből következően tehát azért vannak vállalat-felvásárlások és -összeolvadások, azért integrálódnak a cégek szervezeti hierarchiába, mert úgy a leghatékonyabb: a piac felől a hierarchia felé való elmozdulás tranzakciós költség-megtakarítással jár. Eképpen például jól magyarázhatók a *vertikális fúziók*, amelyek során például vevő-szállító kapcsolatban lévő cégek egyesülnek. Ennek révén a köztük lévő szerződéses kapcsolatok költségei megszűnnek, helyükbe az újfajta, hierarchián keresztül megvalósuló koordináció költségei lépnek.

Az elmélet közvetlenül foglalkozik a fúziót megelőző és követő szakaszokkal, melyeket az *ex ante* és az *ex post* *tranzakciós költségek* számbavételével jellemez. A lehetséges fúziós partner keresése során történik a tranzakciós költségek meghatározása, ami a döntés kizárólagos alapját szolgáltatja. Ha a jelenlegi elkülönült működés és a hierarchiába szerveződés költségei megvannak, akkor ezen egyetlen kritérium alapján meghozható a döntés. Ez azt jelenti, hogy a fúzió utáni összes szinergiahatást egyetlen szám jellemezheti az elmélet szerint. Az *értékteremtés* alapja a tranzakciós költség elméletben a *hatékonyság növelése*. Ez azonban csak a számszerűsíthető előnyök megragadására irányul. A képesség- és tudástranszfer révén előálló szinergiahatást az elmélet csak implicit módon tartalmazza.

Sokkal nyíltabban fogalmaz a vállalatfelvásárlások motiválóirol a *hatalom iskola*. Az *egyének* szintjén vizsgálva a hatalom kérdését a vállalat-felvásárlásokkal kap-

csolatosan megállapítható, hogy az egyéni – legfelső vezetői – motívumok között igen erős lehet a hatalomra való törekvés (Pfeffer, 1981), melyet vállalatbirodalom építése révén igyekeznek kielégíteni. Az ilyen típusú motívációk alapján létrejövő felvásárlások azonban csak akkor hoznak sikereket, ha a vezető egy világméretű cég irányításához szükséges képességekkel rendelkezik, illetve a birodalom még kezelhető koordinációs szempontból.

Perrow (1994) szerint a nagy szervezetek kialakulását – és így a fúziókat – az motiválja, hogy ellenőrizni akarják a piacot, mind nagyobb hatalomra igyekeznek szert tenni. A növekedés feltétele azonban, hogy a piac is növekedjen. A megnövekedett piaci potenciál learatásához pedig az szükséges, hogy a szervezet a verseny csökkentése révén mind nagyobb szeletet hasítson ki a piacból. Perrow elég lehangoló képet fest a vállalat-felvásárlásokról: ez a csalás, az erőszak és a kenőpénzek világa. A lényeg a profitszerzés, minden egyéb hatás másodlagos jelentőségű. A profit két okból is lényeges: egyrészt ellensúlyozza a felvásárlással és az integrációval kapcsolatos költségeket (felvásárlási ár, tranzakciós költségek), másrészt a profit piaci és politikai hatalommal, vagyis a megnövekedett méret révén realizálható. Ez azt jelenti, hogy a *profitszerzés cél és eszköz* is egyben.

Az *institucionalista* megközelítés pontosan a szervezet-környezet kapcsolatrendszer helyezi érdeklődése középpontjába (Powell és DiMaggio, 1991). A környezetben bekövetkezett változások – például kormányzati szabályozás, a verseny erősödése, új technológia megjelenése – hatására egyes szervezetek (pontosabban szervezeti döntéshozók) úgy látják, hogy ezekre a kihívásokra reagálva meg kell változtatni a szervezet jelenlegi struktúráját, növekedni kell. Belső növekedés helyett dönthetnek úgy, hogy másik vállalat felvásárlása és beolvasztása révén felelnek a megváltozott viszonyokra. Két szervezet közötti hasonulás legteljesebb formájaként felfogva a fúziót, *kényszer* hatására jön létre a fúzió, ha a két összeolvadó szervezet egymástól függő helyzetben van. *Színlelés* következtében kialakuló izomorfizmusra példa, hogy egyes vállalatok a központi helyet elfoglaló nagy, sikeres szervezeteket (például a multinacionális cégeket) másolva kezdenek el felvásárolni, mert ezt tekintik legitimnek. A *normatív nyomás* által létre jövő fúziókat tekintve a felvásárlásokról és összeolvadásokról szóló sikerkönyvek, a felvásárlásokra szakosodott tanácsadó cégek befolyásoló szerepét kell kiemelni. Valójában tehát nem is a hatékonyság szerepel

központi helyen, hanem a legitimitásra való törekvés. Ha a szervezet megszerezte a legitimitást, utána jöhet szóba a választott szervezeti megoldás, azaz az összeolvadás értékelése, menedzselése a szinergiahatások mind teljesebb kiaknázása érdekében. Ezzel azonban az elmélet nem foglalkozik.

Az institucionalista megközelítésben a környezet mint meghatározó változó jelent meg az elméleti modellben, az *evolucionalisták* azonban még kiemeltebb helyen kezelik a környezet szerepét a szervezetek életében. Fő kérdésük, hogy miért van olyan sokféle szervezet. Erre a biológiából vett fogalmak – variáció, szelekció, populáció – segítségével keresnek választ. A szervezetek korától, méretétől teszik függővé a versenyben való túlélést, a szervezetek „halálozási rátáját” (Baum, 1996). Megfigyeléseik szerint minél nagyobb egy szervezet, annál kevésbé valószínű, hogy megszűnik létezni, szelektálódik. E szabályt a vállalat-felvásárlásokra alkalmazva fő kérdésünkre az a válasz adódik, hogy a szervezetek azért kezdenek felvásárlásokba, hogy méretüket növelve túlélési esélyeiket is növeljék. Habár több empirikus vizsgálat is kimutatta, hogy az óriás szervezetek csak ritkán pusztulnak el, ez nem nyújt meggyőző magyarázatot a felvásárlások okaira. Ha összekapcsoljuk a *hatalom iskola* és az *evolucionalisták* gondolatmenetét, akkor sokkal valószínűbb megállapításra jutunk. A vezetők hatalmi motívációi és a környezeti változások kényszerítő ereje együttesen elég okot szolgáltatnak a vállalat-felvásárlási tevékenység megélénkülésére.

A szinergiákat mint motiváló okokat tekintő rész alapján összefoglalásképpen megállapíthatjuk, hogy két olyan „gyökér-motívum” azonosítható, melyek a vállalat-felvásárlások és összeolvadások magyarázó változóiként szolgálhatnak:

1. A vállalat értékének növelése, vagyis értéktérítés a tulajdonosok (részvényesek) számára.
2. A vezető hatalmának növelése.

E két tényező azonban tovább már nem vonható össze, hiszen akkor egyszerre kellene érvényesülnie a racionális és a hatalmi érdekeknek. Fama és Jensen szerint az *ügynökelmélet* segítségével elemezhetjük a vezetői és a tulajdonosi érdekek eltéréséből fakadó ellentéteket (Fama, 1980; Fama és Jensen, 1983). A vezetők hatalmi motívációi a részvényesek nyereségének csökkenését okozhatják, ezért a tulajdonosoknak olyan menedzseri érdekeltségi rendszert kell kidolgozniuk, ami arra ösztönzi a vezetőket, hogy a tulajdonosok érdekeit szem előtt tartva hozzanak döntéseket a vállalat-felvásárlásokról is (Jensen és Meckling, 1976).

A fúziók folyamata

A vállalatfelvásárlásokkal foglalkozó elméletek közötti különbség abban van, hogy a fúzió folyamatának mely részét tekintik hangsúlyosnak: a fúziót megelőző, vagy az azt követő szakaszt (ezt integrációs fázisnak nevezzük). Az integrációs fázisban történik a szinergiák kiaknázása, döntően ez a szakasz határozza meg a fúzió sikerességét, bár ezeket az eseményeket már – ahogyan a folyamat-megközelítés véli – maga a fúzió előkészítése és a döntési folyamat is befolyásolja.

A szinergiákat eddig mint *motiváló okot* vizsgáltuk. Ahogyan azonban a fúzió folyamata halad előre, *eredménnyé* válik, és az integrációs fázisban a szinergiák gyümölcsöző kihasználása a siker fokmérője.

A leginkább elterjedt racionális-gazdasági megközelítés alapján a fúzió szakaszai a következők (lásd például: Antal-Mokos, Balaton, Tari és Drótos, 1997):

1. A felvásárlás tervezése és stratégia kidolgozása.
2. A lehetséges fúziós partner(ek) felkutatása.
3. A jelöltek értékelése, átvilágítása (due diligence) a piaci és versenyhelyzet alapján.
4. Tárgyalások.
5. Megegyezés, illetve döntés.
6. Integráció (a tulajdonképpeni egyesülés).

A folyamatban kulcsszerepe van különböző értékelő-elemző eljárásoknak. A folyamat időbeli lefutása változó, de az egyes szakaszok közül az integrációs fázis tart a legtovább. Ennek során alakul ki a két cégből a közös működésen alapuló új vállalat, itt kezdődik a tervek, célok megvalósítása, melyek sikeréről a pénzügyi-számviteli jelentések rendszeres visszajelzést adnak.

Tekintettel arra, hogy a vállalat-felvásárlások és vállalat-összeolvadások motiválóit keresve meghatározó szerepe van a fúzió utáni eseményeknek, a várt előnyök realizálódásának, a továbbiakban az *integrációs fázisra* fordítjuk a figyelmünket.

A szinergia mint eredmény

Az integrációs fázisban a szinergiákat működés közben érhetjük tetten. Két cég összeolvadása még optimális esetben sem súrlódásmentes folyamat. Az összeolvadástól várt szinergiákat, illetve az ezek forrását jelentő együttműködést bizonyos tényezők segítik, míg mások az útjában állnak. E tényezőket egy vállalati esetből vett illusztrációkkal mutatom be.

A vállalati példa a szolgáltató szektorban tevékenkedő két vállalat központi szervezeti egységeinek összevonásáról szól. Erre azért került sor, mert egy részvénytársaság folytán a két cég közös tulajdonba került: egy nagy múltú külföldi konszern saját magyarországi leányvállalata mellé még egy hasonló területen működő céget is megszerzett. A földrajzilag és iparágilag is ugyanabban a szegmensben versenyző leányvállalatait az anyavállalat hamarosan elkezdte átszervezni, hogy kihasználja a közös működésből eredő szinergiahatásokat, legfőképpen pedig a méretgazdaságosságból, az erőforrások megosztásából és a racionalizálásból származó előnyöket. Az egyszerűség kedvéért a konszern által alapított leányvállalatot Medve Rt.-nek, az újonnan szerzett leányvállalatot Tigris Rt.-nek fogom nevezni a továbbiakban.

A szinergiát támogató tényezők

Az elérni kívánt szinergiahatástól függően a szinergiát támogató tényezők is változhatnak. A segítő tényezők közös eleme a tanulási képesség: el tudják-e sajátítani a szervezetek a működési know-how-t (rutinokat), a vezetési módszereket, készségeket? Központi kérdés, hogy képesek-e egymástól tanulni az összevonást követő integrációs fázis során az érintett felek. Mind az egyéni, mind a szervezeti tanulásnak meghatározó szerepe van a fúziók eredményességében, a szinergiahatások kiaknázásában mindkét fél részéről.

Haspeslagh és Jemison (1991) szerint a sikeres készség-transzfer megvalósításában – azaz a szinergiák tanulása révén való elérésében – fontos szerepet játszik a megfelelő atmoszféra megteremtése. Ezt öt tulajdonsággal jellemzik:

➤ *Egymás szervezetének és szervezeti kultúrájának kölcsönös megértése.*

Kétfázisú tanulási folyamatról van szó, melyben a két fél először megismeri egymást, majd ismereteket szereznek az átveendő képességről (rutin, szakismeret, tudás). A legnehezebb a hallgatólagos készségek elsajátítása (Nonaka, 1991), ami tudatos-tudattalan tanulás révén történik (Bakacsi, 1996).

Példánkban az integrációs fázisban leggyakrabban jelentkező, a korai szakaszra különösen jellemző, ámde negatív jelenséggel találkozunk: a két cég munkatársai eltérő szervezeti kultúrából érkeznek, ezért egymás kultúrájának megértése és közös formálása hosszabb időt vesz igénybe. Az ismertetett eredmények az összevonást

követő első évben folytatott kérdőíves felmérés, interjúk és megfigyelések révén születtek.

A Medve Rt. önmagát barátságosabb cégnek tartja, ahol az emberi kapcsolatok, az érzelmek számítanak. Ezzel szemben a Tigris cég munkatársai ezt nem így látják, szerintük a másik társaság merev, távolságtartó, „magázódó”. A Medve dolgozói jórészt egy régi, hasonló területen tevékenykedő szocialista nagyvállalatból érkeztek, és ezt a ténytet a Medvések pozitívumnak tartják (nagyobb tapasztalattal rendelkeznek), míg a Tigris Rt. munkatársai szerint pontosan ezért nem olyan jó szakemberek, nem tudják elfelejteni, hogy régi cégük monopolhelyzetben volt, ezért passzívak, szemléletváltásra volna szükségük.

A Tigris Rt. dolgozói szerint cégük nyitott légkörű, kevésbé tartják be a hierarchikus szinteket, viszont a „Medvések” ezt nem így érzékelik, szerintük a Tigris rideg, katonás és túlszabályozott. Az alapításnál a Tigris Rt.-be fiatal pályakezdőket vettek fel, ami az előzőekhez hasonlóan eltérő megítéléseket váltott ki. A Tigris Rt. szerint jó, hogy fiatal a csapat, mert könnyebb az újat elsajátítaniuk, tanulniuk. A Medvések szerint a „testvér-cégnél” dolgozó kollégák fiatalok, nagyképek és arrogánsak (ezzel kapcsolatos a tegeződés-magázódás konfliktus is), nem is számít a szaktudás náluk, ráadásul nincs bennük kompromisszumkészség (csak az a jó, ahogy ők csinálják a dolgokat).

➤ *Hajlandóság a közös/együtttes munkára az összeolvadás után.* A munkahely, a hatalom féltése miatt a felek hajlamosak zéró-összegű játéknak tekinteni az összeolvadást, de ennek ellenkezőjeként olyan pozitív attitűd is kialakulhat, ami nagyban segíti a megfelelő atmoszféra megteremtését.

A zéró-összegű játék sajátossága, hogy ha valaki nyer, akkor a másiknak veszítenie kell. Ez a nézet megnehezíti az együttműködési hajlandóságot, a szinergiahatások kiaknázását, mivel felerősödik a versengés a két cég munkatársai között. Ennek az alábbi külső megnyilvánulási formáit figyelhetjük meg a Medve Rt. és a Tigris Rt. szervezeti egységeinek összevonása során.

Az összevonást követően mindkét társaság dolgozóiban felerősödött a cégöntudat, a saját (korábbi) céghez való tartozás kifejezése, amit a szervezeti ellenállás megjelenéseként értelmezhetünk. A Medvés kollégák gyakran hordják az eredeti cég kitűzőjét. A Tigris Rt.-nél csak az utóbbi időben erősödtek fel hasonló magatartások. Ugyanakkor a vezetők irodájában egyaránt találhatók mindkét céget jelképező reklámfigurák, zászlók és nap-

tárak, ami a vezetők fúzió melletti elköteleződését is szimbolizálja.

➤ *A képességek átadásának és átvételének képessége.* Egyrészt a szervezetnek képesnek kell lennie az átvett tudás alkalmazására és használatára, másrészt az átadandó képességnek léteznie kell, azaz van a másik szervezetben olyan képesség, amely a közös egységekben is hasznosítható, de eddig csak az egyik fél birtokában volt.

Esetünkben mindkét fél elismeri a másik cég munkatársaihoz való minőségi hozzáállását azáltal, hogy tanulni szeretnének egymástól e területen. Főleg szakmai kérdésekben valósulhat meg hasznos tudástranszfer, de megjelenik egy más jellegű dimenzió is, amit nehezebb mind megtanulni, mind tanítani, és amely a szervezeti kultúrába van beágyazva. Ez a tudás a magatartással és a fellépéssel kapcsolatos: a Medve Rt. munkatársai a Tigris Rt. önbizalmát, magabiztosságát tartják átvételre érdemesnek. Hasonlóan, a szervezeti kultúra összehasonlítása révén érthetjük meg jobban azt is, hogy miért emelték ki a Tigris Rt. dolgozói a Medve Rt.-nél látott és megtanulandónak tartott fegyelmezett utasítás-végrehajtást.

Az összevonást folyamatos tanulás jellemzi: ez egyszerre volt a folyamat elengedhetetlen követelménye és eredménye is. Mind a Medve Rt., mind a Tigris Rt. képes tanulni, az összevonás során számos alkalom nyílt erre. A napi munkában elsősorban az Argyris (1977) által egyhurkosnak nevezett, a hibák korrigálásán alapuló tanulásra találhatunk számos példát (pl.: formanyomtatványok kezelése, számítástechnika). Az előfeltevéseket megkérdőjelező kéthurkos tanulásra a vezetők szintjén van inkább lehetőség, például az összevont osztályok új vezető feladatai során. A kéthurkos tanulás a szervezeti kultúrák kapcsán jelentkezik élesen, a meglévő, a másik cégről alkotott gondolati képek, sémák csak lassan változnak, úgy, ahogy az emberek jelleme is hosszú idő alatt formálódik. Ezért előtérbe kellene kerülnie a szervezeti felejtésnek, az erre való képességnek, hiszen a szervezeti felejtés nyitottá tesz az új felé, helyet készít, lehetővé teszi a szervezeti tanulást.

➤ *Szervezeti tartalékok léte.* A túl sok tartalék elkényelmesíti a szervezetet, ezért nem segíti a szervezeti felejtést, a túl kevés anyagi erőforrás viszont megakadályozza a szervezet hatékony működését. Valamennyi tartalékra mégis szükség van, hiszen adódhatnak olyan helyzetek, amikor a szervezet nem várt problémák elé néz, azokat valamilyen módon kezelnie kell.

➤ *Az összeolvadásból származó hasznok oksági összefüggéseinek megértése.* A fúzió céljának mindenki számára ismertnek kell lenni, csakúgy mint a várható hasznoknak és a kiváltásukhoz szükséges erőfeszítéseknek. Ezenkívül a megvalósulás időbeli lefolyását is meg kell tervezni a minél gördülékenyebb végrehajtás érdekében.

A Medve és a Tigris Rt. összevonási projektjének fő feladata az összeolvadás lépéseinek, és a megvalósítás részletes leírásának elkészítése volt. A teammunkák során az új működés folyamatábráitól egészen az irodák új berendezéséig elkészítették a terveket.

A szinergiát gátló tényezők

Haspeslagh és Jemison (1991) három fő problématerületet határoz meg az integrációs fázisban, melyek a következők:

➤ *Ragaszkodás a kezdeti elképzelésekhez.* Az összeolvadás után nem biztos, hogy minden az eredeti elképzeléseknek megfelelően valósul meg, váratlan események léphetnek közbe. A baj akkor kezdődik, amikor ezeket a változásokat nem veszik figyelembe és ragaszkodnak az eredeti elgondolásokhoz. Ezáltal a szervezeti tagok hamis biztonságérzetbe ringatják magukat és nem változtatnak a gondolkodásmódjukon, magatartásukon, pedig szükség lenne rá.

A példabeli két cég dolgozóinak eltérő elképzelései és elvárásai voltak a szinergiával kapcsolatban. Ez ahhoz vezetett, hogy a két cég munkatársai eltérően élték meg az összevonást. Mindkét fél ragaszkodik a saját elképzeléséhez (pl. Medve Rt.: „Ez nem összevonás, hanem bekebelezés.” – Tigris Rt.: „Akik felépítették a Tigrist, nem tudnak azonosulni azzal, hogy jön a Medve.”). Vagyis mindkét fél azt érzi, hogy a másik „lerohanta”. A másikat ellenségnek tekintő hozzáállás megváltoztatásával az együttműködés is könnyebbé válna.

➤ *Bizonytalanság.* Minden változás a meglévő szokások és eljárás módok változásával jár együtt, melynek következtében az új helyzetben bizonytalanságérzet és félelem alakulhat ki. Bizonytalanságérzetről kétféle értelemben is beszélhetünk. Egyrészt gazdasági értelemben, amikor a munkahelyek és a munkahelyi biztonság elvesztéséről van szó, másrészt pszichológiai értelemben, amikor a bizonytalanságérzet hatására – melyet a pletykák tovább táplálnak – az egyénben szorongások alakulnak ki, az emberek közötti kapcsolatokban minőségi vál-

tozások történnek (pl. rivalizálás, presztízsharcok). Természetes jelenség ilyenkor a változásoknak való ellenállás, mely nemcsak a vállalat-felvásárlásoknak és összeolvadásoknak, hanem a szervezeti változásoknak általában is kísérőjelensége.

Az összevonás miatt teljesen bizonytalan helyzet alakult ki a cégeken belül, ami félelmeket táplált a munkahelyek elvesztésével és a változásokkal kapcsolatosan. Viszonylag hosszú ideig nem lehetett tudni, ki lesz a közös osztályok vezetője, mennyiben kell átvenni a másik cég munkamódszereit, mennyit kell tanulni, változtatni. Sokakban ez természetes ellenállást váltott ki, ami megnehezítette az együttműködést. A szervezeti ellenállás csaknem minden megjelenési formájával találkozhattunk, melyek közül a kérdőívek és interjúk alapján a hatalmi harcok látszanak legmeghatározóbbnak. A gazdasági jellegű változások (fizetés, munkahelyi biztonság) bizonytalansága mellett pszichológiailag is komoly változásokkal néztek szembe az összevont osztályokon. Sok híresztelés kapott lábra, egyfajta MI-ŐK mentalitás alakult ki, az érintettek győztesekről és vesztesekről beszélnek. A Medve Rt. dolgozói szerint „a Tigris túlnyerte magát”, „a Tigris ledarált a Medvét”, „a Medve és a Tigris, még ha összevonták is őket, külön maradtak”. A Tigris Rt. emberei az összevonást megelőző időre „boldok békeidőként” utalnak, szerintük „a Medve az édesgyerek” és „csak nyűgnek kellett a másik cég”.

➤ *Vezetési vákuum.* Vezetési vákuum akkor alakul ki, ha a megegyezés után az összevont vállalatnál nem tűznek ki közös, új célokat, nincs olyan vezető, aki a közös víziót megfogalmazná. A mindenféle cél és irányultság nélküli helyzet szintén negatív következményekkel jár, hasonlóan a bizonytalansághoz.

Mivel elég sokáig nem hoztak döntést arról, kik lesznek a közös osztályok vezetői, ez növelte a dolgozók frusztráltságát. Többen említették a kérdőívben, valamint az interjúkban is markánsan megfogalmazódott, hogy nagyon hiányzik egy közös, új cél, vízió megfogalmazása, ami a legfelső vezetés feladata lenne. A projekt-megbízásban meghatározott célok túl általánosak, amellyel nem lehet megfelelő elköteleződést kialakítani. A felső vezetés egyes vélemények szerint nem fordít érzékelhető figyelmet a szinergia folyamatára.

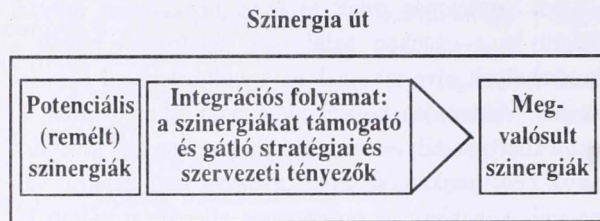
Következtetések

A vállalatfelvásárlások és -összeolvadások kapcsán központi helyen kell kezelni a szinergiamenedzsment

kérdéskörét. A sikerhez (esetleg kudarchoz) vezető utat az 1. ábrán szemléltetjük:

A szinergiák a vállalatfelvásárlás első, tervezési szakaszában mint elvárások, potenciális szinergiahatások

1. ábra



jelentkeznek, majd a legvégső, integrációs fázisban realizálódnak, fejtik ki hatásukat. A szinergiamenedzsment kulcskérdése tehát, hogyan érhetjük el azt, hogy a potenciális szinergiákból a lehető legtöbb meg is valósuljon. Az elvárásoktól a megvalósulásig az integrációs folyamaton keresztül jutunk el; ez határozza meg, hogy sikerül-e a kezdeti elképzeléseket elérni. Az integrációs fázis vezetése jelenti a vállalatfelvásárlások sikerességét meghatározó legnagyobb kihívást.

A vállalati példa is alátámasztja azt a nézetet, hogy az integrációs folyamat, azaz a fúzió sikerességét az is befolyásolja, hogyan tud két különböző szervezeti kultúra összehangolódni. Az integrációs fázisban jelentkező vezetői feladatok között ezért a változásmenedzsment, a kultúraformálás kitüntetett szerepet kap.

Áttekintve a szinergiákat segítő és támogató tényezőket, tisztább kép rajzolódik ki arról a kérdésről, hogy miért lesz sikeres egy fúzió, illetve mi a kudarc oka. A kudarc olyan tünetjelenségei, mint például az alacsony morál, a kulcsemberek távozása, a nem összeillő vállalati kultúrák és a hosszú távú tervezés hiánya visszavezethetők más, szervezeti tényezőkre. A siker titka jórészt a vállalat-felvásárlások és összeolvadások vezetésében rejlik. A vezetőknek kell megteremteniük a stratégiai és szervezeti összhangot, az együttműködés, a szinergiahatások kiaknázásának feltételeit.

Irodalomjegyzék

- Antal-Mokos Z.–Balaton K.–Drótos Gy.–Tari E. (1997): Stratégia és szervezet. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- Argyris, Chris (1977): Double Loop Learning in Organizations. Harvard Business Review, September-October 1977
- Bakacsi Gyula (1996): Szervezeti magatartás és vezetés. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- Bakos F. (1994): Idegen szavak és kifejezések szótára. Akadémiai Kiadó, Budapest

- Barney, J. B. (1988): Returns to Bidding Firms in M&A. Reconsidering the Relatedness Hypothesis. Strategic Management Journal, Vol. 9., pp. 71-78.
- Baum, J. A. C. (1996): Organizational Ecology. In: Clegg – Hardy – Nord (szerk.): Handbook of Organization Studies. Sage Publications, London
- Brealey-Myers (1998): Modern vállalati pénzügyek. PANEM – McGraw-Hill, Budapest
- Buono, A. F.–Bowditch, J. L. (1989): The Human Side of Mergers and Acquisitions – Managing Collisions Between People, Cultures and Organizations. Jossey – Bass Publishers, San Francisco, London
- Chakrabarti, A. K. (1994): The Stakes in Combining Companies. In: Rock, M.L. – Rock, R.H. – Sikora, M. (szerk.): The Mergers & Acquisitions Handbook, pp. 405-409, McGraw-Hill, New York
- Clark, P. J. (1991): Beyond the Deal. The Free Press, New York
- Dobák Miklós (1996): Szervezeti formák és vezetés. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- Fama, E. F. (1980): Agency problems and the theory of the firm. Journal of Political Economy, 88:288-307.
- Fama, E. F. – Jensen, M. C. (1983): Separation of ownership and control. Journal of Law and Economics, 26:301-26.
- Grabher, G.–Stark, D. (1996): A szervezett sokféleség – evolúcióelmélet, hálózatelemzés és poszt szocialista átalakulás. Közgazdasági Szemle, 9. szám
- Haspeslagh, P. C.–Jemison, D. B. (1991): Managing Acquisitions – Creating Value Through Corporate Renewal. The Free Press, New York
- Jensen, M. C.–Meckling, W. H. (1976): Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3:305-360.
- Kieser, A. (1995): Szervezetelméletek. Aula, Budapest
- Needham, J. M. (1994): First Stage Review: Cold Light of Day. In: Rock, M.L. – Rock, R.H. – Sikora, M. (szerk.): The Mergers & Acquisitions Handbook, pp. 397-405, McGraw-Hill, New York
- Nonaka, I. (1991): The Knowledge – Creating Company. Harvard Business Review, Nov-Dec. 1991
- Perrow, C. (1994): Szervezetszociológia. Osiris-Századvég – Panem-McGraw-Hill, Budapest
- Pfeffer, J. (1981): Power in Organizations. Harper Business
- Powell, W. W.–DiMaggio, P. J. (szerk.) (1991): The New Institutionalism in Organizational Analysis. University of Chicago Press, Chicago
- Seth, A. (1990): Sources of Value Creation: An Empirical Investigation. Strategic Management Journal, Vol. 11., pp. 431-446.
- Weston, J. F.–Chung, K. S.–Ioag, S. E. (1990): Mergers, Restructuring, and Corporate Control. Prentice Hall, Englewood Cliffs
- Williamson, O. E. (1985): The Economic Institutions of Capitalism. The Free Press, New York